

股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	80.78
总股本/流通股本(亿股)	1.89 / 1.74
总市值/流通市值(亿元)	152 / 140
52周内最高/最低价	81.78 / 26.63
资产负债率(%)	47.2%
市盈率	161.56
第一大股东	吉安嘉润投资有限公司

研究所

分析师: 吴文吉
SAC 登记编号: S1340523050004
Email: wuwenji@cnpsec.com
分析师: 徐铭婉
SAC 登记编号: S1340526050001
Email: xumingwan@cnpsec.com

威尔高(301251)

拐点已至，电源 PCB 核心卡位

● 投资要点

公司业绩高速增长。2026 年上半年，公司实现营业收入 9.79 亿元，同比增长 37.01%，归母净利润 4429.34 万元，同比下滑 2.01%；2026 年第二季度，公司实现营业收入 5.51 亿元，同比增长 35.88%，归母净利润 3749.33 万元，同比增长 63.82%。二季度以来，覆铜板等上游原材料加速涨价，公司积极与客户协商共担，客户端涨价陆续落地，较大地缓和了毛利率压力。第二季度，公司毛利润同比增长 35%，基本与营业收入保持同步增长。

AI 服务器电源 PCB 细分龙头地位稳固，厚铜 HDI 电源板具备领先优势。厚铜板的技术难点主要聚焦于蚀刻、层压、钻孔、电镀等环节，其中层压结合力与平整度是关键难题。针对这两大核心难题，公司从设计仿真、设计图形的残铜率、拼版方式、材料配方、工艺参数、全流程运输载具优化到设备定制化改造等多个维度进行了持续攻关。目前公司掌握 4-12oz 厚铜高多层产品的批量生产能力，针对超厚铜高多层板的加工工艺亦完成研发储备。DC/DC 电源模块作为 AI 供电的关键环节，正成为最具备增长潜力的细分领域之一。公司将持续加大研发投入，针对性开发 DC/DC 高端电源应用所需的超厚铜、嵌埋式等高端 PCB 工艺。近期，公司已获得 DC/DC 产品的批量订单，新技术经过新客户导入后已实现多个项目的持续交付，部分头部客户对公司产品认可度极高，预计在今年将有更多项目的突破。目前相关产品的订单占比仍较低，提请各位投资者注意风险。DC/DC 产品均价与毛利率较 AC/DC 产品更高，随着 DC/DC 产品起量，公司盈利能力将得到显著增强。

与下游客户深度绑定，市占率不断提升。由于 PCB 系根据客户的需求提供的定制化产品，知名客户通常对 PCB 品质、寿命、高可靠性要求更为严苛，因此对供应商资质要求高、审核过程长、认证时间久，一旦达成合作，基于对技术要求、产品质量、采购成本等多方面综合考虑，一般会与供应商形成长期合作关系。不同的下游应用领域对 PCB 的技术要求不同，在特定领域获取品牌客户证明在该领域公司的产品质量值得信赖、技术水平先进，形成独有的竞争优势。公司良好的产品性能和品质表现获得了客户的高度认同，台达电子、施耐德电气、三星电子、冠捷科技、比亚迪、长城电源、欧陆通股份、麦格米特、新雷能、富士康、日本村田等客户战略合作，并多次获得颁发的奖项，在行业内形成了良好的客户口碑。优质的品牌客户资源提高了公司的品牌形象，持续获得稳定的业务订单，并能有更多新的业务合作机会和新的市场空间。近年，随着 AI 驱动下产品迭代升级加速，威尔高依托多基地的技术研发与快速量产优势，与客户深度绑定，共同开发新产品、研究新材料。从 GB200、GB300 到 Rubin 的量产落地，

公司技术能力与市占率不断提升，持续领跑 AI 服务器电源 PCB 行业。

三大生产基地协同发力，拟扩产增强海外与高端生产供应能力。
公司拥有三个生产基地，分别是位于大湾区的惠州工厂、毗邻珠三角和长三角的江西吉安工厂及一带一路的东南亚泰国大城府泰国工厂。惠州专注小批量，样板、多品种、厚铜板、高附加值产品生产工厂；江西智能化专业生产线，自动化、智能化、数字化，中大批量快速反应交付工厂；泰国工厂为东南亚制造基地，为一带一路沿线国家制造生产提供最前沿一体化方案。上半年，公司的江西工厂二期与泰国一期新增产线已正式投产，预计将于年内完成爬产。公司扩产规划清晰，计划建设泰国工厂二期与江西工厂三期，储备产能体量与现有产能相当，项目达产后将进一步增强公司海外与高端生产供应能力。

● 投资建议

我们预计公司 2026/2027/2028 年分别实现收入 27/53/84 亿元，分别实现归母净利润 3.2/9.6/14.9 亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示：

AI 行业发展不及预期；地缘政治风险；外汇风险等。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	1544	2719	5288	8369
增长率(%)	51.16	76.09	94.44	58.29
EBITDA（百万元）	162.19	500.68	1248.59	1875.53
归属母公司净利润（百万元）	67.31	323.84	957.55	1491.82
增长率(%)	20.49	381.13	195.69	55.80
EPS(元/股)	0.36	1.72	5.08	7.91
市盈率（P/E）	240.93	50.08	16.94	10.87
市净率（P/B）	10.25	8.96	6.07	4.04
EV/EBITDA	42.29	31.96	12.51	7.76

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
利润表					成长能力				
营业收入	1544	2719	5288	8369	营业收入	51.2%	76.1%	94.4%	58.3%
营业成本	1249	2003	3574	5710	营业利润	58.8%	380.6%	195.9%	55.8%
税金及附加	6	11	21	33	归属于母公司净利润	20.5%	381.1%	195.7%	55.8%
销售费用	27	54	106	167	获利能力				
管理费用	75	131	227	360	毛利率	19.1%	26.3%	32.4%	31.8%
研发费用	72	122	238	377	净利率	4.4%	11.9%	18.1%	17.8%
财务费用	-5	2	2	-4	ROE	4.3%	17.9%	35.9%	37.2%
资产减值损失	-44	-20	-20	-20	ROIC	3.0%	13.4%	27.8%	30.1%
营业利润	77	372	1100	1714	偿债能力				
营业外收入	1	1	1	1	资产负债率	47.2%	55.1%	52.5%	46.9%
营业外支出	1	1	1	1	流动比率	1.24	1.18	1.40	1.70
利润总额	77	372	1101	1715	营运能力				
所得税	10	48	143	223	应收账款周转率	4.19	4.54	5.56	7.32
净利润	67	324	958	1492	存货周转率	3.77	4.02	4.63	4.92
归母净利润	67	324	958	1492	总资产周转率	0.57	0.77	1.10	1.27
每股收益(元)	0.36	1.72	5.08	7.91	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.36	1.72	5.08	7.91
货币资金	631	842	1376	2584	每股净资产	8.39	9.59	14.16	21.28
交易性金融资产	57	47	37	27	估值比率				
应收票据及应收账款	540	896	1375	1481	PE	240.93	50.08	16.94	10.87
预付款项	7	10	18	29	PB	10.25	8.96	6.07	4.04
存货	404	592	953	1367	现金流量表				
流动资产合计	1711	2510	3934	5723	净利润	67	324	958	1492
固定资产	925	1006	1067	1109	折旧和摊销	92	126	145	165
在建工程	185	285	385	485	营运资本变动	-324	-7	-349	-174
无形资产	65	69	72	75	其他	68	39	37	35
非流动资产合计	1287	1518	1688	1838	经营活动现金流净额	-97	482	792	1518
资产总计	2998	4028	5621	7561	资本开支	-307	-304	-303	-303
短期借款	388	488	588	688	其他	104	-35	11	17
应付票据及应付账款	854	1447	1986	2379	投资活动现金流净额	-203	-339	-293	-286
其他流动负债	139	196	239	293	股权融资	1	0	0	0
流动负债合计	1381	2131	2813	3360	债务融资	264	179	150	150
其他	35	87	137	187	其他	6	-107	-115	-173
非流动负债合计	35	87	137	187	筹资活动现金流净额	271	72	35	-23
负债合计	1416	2219	2951	3547	现金及现金等价物净增加额	-31	211	534	1208
股本	135	189	189	189					
资本公积金	1072	1018	1018	1018					
未分配利润	297	535	1254	2372					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	79	67	211	435					
所有者权益合计	1582	1809	2671	4014					
负债和所有者权益总计	2998	4028	5621	7561					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司于 2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，公司注册资本 61.68 亿元人民币，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司，公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问，具备展业的各项资格。截至 2025 年 10 月底，公司在全国设有 58 家分支机构（含 29 家分公司、29 家营业部），1 家资产管理分公司和 1 家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力，通过强化“自营+协同”发展模式，实现快速发展，当前服务的经纪客户已超过 260 万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民，为社会大众提供全方位专业化的证券投融资服务，努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业，打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市丰台区北甲地路 2 号院 6 甲 1 号，玺萌大厦南塔

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048